

Koncepcje korporacji a systemy nadzoru korporacyjnego

Krzysztof A. Lis, Henryk Sterniczuk

Celem artykułu jest pokazanie różnorodności społecznych filozofii korporacji oraz połączenie ich z różnymi systemami nadzoru korporacyjnego, występującymi we współczesnych narodowych regulacjach i polityce korporacyjnej. Autorzy opisują trzy koncepcje korporacji: kontraktualną, społeczną i koncesjonalną oraz dwa zasadnicze modele nadzoru korporacyjnego: rynkowy i sieciowy.

1. Wstęp

Korporacje są historycznie zdeterminowanym zjawiskiem i tak też powinny być rozpatrywane. Przyjęcie tej perspektywy pozwala nam akceptować ewolucję korporacji wraz ze zmianami społecznymi, a z drugiej strony zmusza do ciągłego egzaminowania charakteru tej ewolucji. Ważne, by nie zapomnieć, po co ludzie wymyślili korporacje jako swoistą formę działalności produkcyjnej i technologię osiągania celów ekonomicznych. Utrata rozumienia przedsiębiorczego celu, co niewątpliwie miało miejsce w gospodarce socjalistycznej, doprowadziła do znanych perturbacji w całej gospodarce i na poziomie całego społeczeństwa. Ta historyczna "przygoda" z przedsiębiorstwem socjalistycznym podkreśla, że są granice eksperymentowania, oraz oznacza, że przedsiębiorstwo jako forma organizacji nie jest nieskończenie plastyczne. Możemy patrzeć na nie z kilku filozoficznych perspektyw i stosownie do tego regulować i zmuszać do określonych strategii, ale pewnego rodzaju rdzeń musi być zachowany, inaczej jego społeczna użyteczność jako mechanizmu tworzenia wartości ekonomicznych zostanie zablokowana. Analogicznie sprawy mają się z *corporate governance*. Musi być swoista spójność społecznie akceptowanej koncepcji korporacji i systemu nadzoru nad nią. Potrzeba rozumienia tych relacji sprowokowała przygotowanie niniejszego artykułu. Chcemy w nim pokazać zarówno odmiennosć, jak i podobieństwo różnych społecznych filozofii korporacji oraz połączyć je z różnymi systemami nadzoru korporacyjnego, występującymi we współczesnych narodowych regulacjach i praktyce korporacyjnej. Odpowiednio do tych zamierzeń zostaną omówione trzy koncepcje korporacji: kontraktualna, społeczna i koncesjonalna oraz, w ślad za tym, dwa zasadnicze modele nadzoru korporacyjnego: rynkowy i sieciowy.

2. Koncepcje korporacji

Teoretycy prawa (np. Dine 2000), zajmujący się korporacjami, wymieniają trzy zasadnicze koncepcje korporacji:

- A) kontraktualna (*contractual*),
- B) społeczna (*communautaire*),
- C) koncesyjonalna (*concessionary*).

Poświęćmy tym trzem alternatywnym wizjom nieco uwagi i zbadajmy, jak odnoszą się one do nadzoru korporacyjnego.

2.1. Korporacja jako umowa

Zgodnie z teorią kontraktową dwie lub więcej osoby spotykają się, aby zawrzeć pakt, mający na celu prowadzenie wspólnej działalności ekonomicznej. I to właśnie w formie zawarcia tego paktu rodzi się korporacja. Jak pisze Bottomley (1990): „Kontrakt dostarcza wyjaśniającej podstawy dla prawnego i politycznego statusu korporacji. Wewnętrznie korporacja jest traktowana jako związek lub agregat jednostek; zawiera ona umowne relacje pomiędzy członkami wzajemnie oraz pomiędzy członkami i zarządzającymi.” Sullivan i Conlon (1997): „Sedno korporacji, według stanowiska kontraktualnego, jest zawarte w kontraktualnych relacjach pomiędzy osobami, które w ten związek wstąpiły. Ta teoria widzi korporację jako zbudowaną z **osób fizycznych**, gdzie większość członków reprezentuje wolę korporacji. Korporacja jest więc upoważniona do autonomii od państwa jako naturalna ekspresja życzeń osób ją inkorporujących, a sama władza państwowa nie ma nic do rzeczy z nadaniem prawomocności korporacji. Tkwi ona bowiem podkreślić raz jeszcze, w umowie wolnych ludzi. To właśnie w wyniku tej umowy korporacja otrzymuje swój polityczny i legalny status niezależnie od państwa. Prawo, w odniesieniu do tych zagadnień, jest niczym więcej niż ułatwieniem działania przedsiębiorców, którzy i tak sami do tych reguł doszliby poprzez swoje doświadczenie. Dając podstawy prawne dla różnych działań, prawo skraca dochodzenie do tych reguł, a tym samym ułatwia prowadzenie biznesu. Innego rodzaju regulacje są nadużyciem umowy społecznej i wypaczają sens działalności ekonomicznej.

Jest jeszcze aspekt ekonomiczny (*economic contractualism*). Ludzie, dążąc do osiągnięcia maksymalnych korzyści rynkowych, umówili się, by założyć korporację. Jest więc ona formą osiągania maksymalnej efektywności rynkowej przy najniższych kosztach transakcyjnych, które są zapewnione dzięki odpowiedniemu zaprojektowaniu korporacji i jej zarządzaniu. U podłoża tej teorii są pojęcia racjonalności, efektywności i informacji. Ekonomiści zakładają, że osoba, działając racjonalnie, wchodzi w przetarg z innymi osobami dla własnych korzyści. W rezultacie tych transakcji, działając racjonalnie dla własnych korzyści, ludzie przynoszą pożytek całemu społeczeństwu. Logiczną konsekwencją tego stanowiska jest pozycja M. Fridmana w odniesieniu do rady dyrektorów (Friedman M. 1970), który uważa, że „Korporacja jest własnością akcjonariuszy, którzy powinni móc polegać na swoich agentach (dyrektorach rady) dla zarabiania takich pieniędzy, jak to tylko jest możliwe. Branie pod uwagę innych społecznych spraw mogłoby znaczyć tyle, co nakładanie podatku na akcjonariuszy, na których się oni uprzednio nie zgodzili.”

Powyższa pozycja ma tyleż zwolenników, co i przeciwników. Jest ona podstawą rynkowego (lub ultrarynkowego, jak nazywają niektórzy) liberalizmu, a jej krytycy zwykle kończą na stwierdzeniach, że ekonomiczny kontraktualizm, wykluczając społeczną odpowiedzialność korporacji, odrzucając regulacje i osłabiając mechanizmy kontroli wewnątrz korporacji, wyhodował globalne monstra (Korten 1995, Karliner 1997).

2.2. Korporacja jako instrument organizacji społeczeństwa

Druga grupa koncepcji korporacji nazywana jest *communitaire theories*. Status korporacji jest nadany przez państwo, które potrzebuje jej jako instrumentu realizacji swojej polityki. Początkowe pozycje tego rozumowania są diametralnie różne od kontraktualizmu. Firmy, oparte na tych podstawach, przypominają przedsiębiorstwa z gospodarki komunistycznej czy faszystowskich Włoch. Miernikiem użyteczności korporacji nie jest tu tworzenie indywidualnego bogactwa, ale służenie społeczeństwu w pogłębianiu sensu społeczności poprzez honorowanie indywidualnej godności i promowanie wspólnego dobra. Firma nie ma silnej komercyjnej identyfikacji, ponieważ stała się politycznym instrumentem z rozproszonymi celami. Podkreśla się identyczność celów państwa i przedsiębiorstwa.

W mniej politycznym ujęciu i w poszukiwaniach prawników oraz ekonomistów zwolennicy tego podejścia próbują nadać korporacji względną autonomię od państwa, podkreślając, że leży ona w interesie społeczeństwa. Kolektywizm ten redefiniuje korporację, nazywając ją osobą prawną (*legal person*) w kontraście do kontraktualnych teorii, gdzie była ona osobą naturalną (*natural person*). Działania są atrybutem systemu, a nie jednostek. Przeniesienie nacisku ze społecznych aktorów na osobę prawną również zamienia zobowiązania na społecznie odpowiedzialne, otwierając w ten sposób pole ekonomicznej i politycznej kontroli (Teubner 1988). Transformując się w osobę prawną, korporacja niejako absorbuje normy moralne (Cooter 1995). W ujęciu Teubnera korporacje i państwo powinny działać razem dla realizacji społecznie akceptowalnych celów, z jednej więc strony przypomina to nieco punkt widzenia liberałów, gdzie korporacja jest koalicją producentów, poszukujących maksymalnego zysku, ale jednocześnie odrzuca ten punkt widzenia, podkreślając znaczenie społecznej świadomości korporacji.

Korporacja powinna być zatem kontrolowana w interesie całej społeczności, a ramy prawne tego procesu ma zapewnić państwo. Tak ceniona w wielu środowiskach i realizowana w wielu państwach koncepcja korporacyjnej odpowiedzialności przed *stakeholders*, a nie jedynie *shareholders*, bierze swój początek właśnie z tej pozycji teoretycznej.

Patrząc na referowaną koncepcję, M. Freedman, liberał, powiedziałby, że ponieważ maksymalizacja zysku dla akcjonariuszy utraciła swe znaczenie, biznes nie wie, jakim interesom ma służyć. Jak powiedzieliby Berle i Means (1932), z kolei jakiegokolwiek oddalenie się od poglądu, że rada dyrektorów powinna używać swej władzy dla maksymalizacji zysku, oznacza po prostu abdykację rady z jej odpowiedzialności przed akcjonariuszami.

2.3. Korporacja jako przywilej nadany przez państwo – teorie koncesji

Dochodzimy do najbardziej skomplikowanego spojrzenia na korporację i *governance*. Próbuje ono zarysować koncepcję, w której koncentracja korporacji na celach ekonomicznych jest respektowana, ale równocześnie jest ona zobowiązana do działania w interesie szerszego otoczenia, a nie tylko jej właścicieli.

Teoria koncesji w swej najprostszej formie traktuje istnienie i operacje firmy, szczególnie w jej wersji ograniczonej odpowiedzialności, jako rezultat przywileju, nadanego przez państwo. Państwo działa, by zapewnić demokratyczną strukturę *corporate governance*, natomiast teoria ta odrzuca zdecydowanie założenie

o podobieństwie celów państwa i korporacji, jak miało to miejsce w przypadku *communitaire teorii*. Idea, podkreślająca, że to nadanie przez władzę państwową tworzy sens prawny i polityczny przedsiębiorstwa, ma swoje dość odległe źródła w przeszłości. Już T. Hobbes uważał za „ciała polityczne” te organizacje, których istnienie wynikało z nadania korporacyjnej osobowości, swoistego przywileju przez panującego władcę, w odróżnieniu od organizacji jako „prywatnych ciał”, stworzonych niezależnie przez poddanych. W starej angielskiej czy holenderskiej tradycji państwo nadawało ten przywilej przede wszystkim municypalnym czy edukacyjnym organizacjom. Pierwsze korporacje to miasta, uniwersytety czy zakony, tworzone dla wyodrębnienia działalności i akumulacji dóbr wolnych od przynależności do panującego władcy. Można więc powiedzieć, że potrzeba wydzielenia pewnych obszarów funkcjonowania społeczeństwa ze struktury feudalnej przyczyniła się do powstania tego wynalazku. Majątek korporacji nie należał więc ani do władcy, ani też do ludzi, nią zarządzających czy spełniających inne role; należał do korporacji, abstrakcyjnego tworu. Pierwsze korporacje biznesowe pojawiły się w Anglii i Holandii na początku XVII wieku i miały początek w szybko rosnących interesach w tak zwanych Wschodnich i Zachodnich Indiach, „*emerging markets*” tamtych czasów. Ich statuty były nadane przez ówczesnych władców. Potwierdza to raz jeszcze koncesyjny rodowód korporacji.

Nawet amerykański sędzia Sądu Najwyższego, Lis Brandies, już bardzo niedawno, bo w 1932 roku uważał, że „przywilej angażowania się w działalność gospodarczą w formie korporacji może być przez państwo utrzymany lub wycofany, według własnego uznania.” Chodziło mu o to, że ten przywilej może być utrzymany tylko tam gdzie korporacja działa zgodnie z zasadami publicznej polityki i wspólnego dobra. Natomiast przywilej ten nie wynika z samego faktu obywatelstwa (Monks i Minow 2000: 7-8).

Czy korporacje są więc ciałami politycznymi, czy prywatnymi, jak uważają teorie kontraktualistyczne?

Ta kontrowersja wydaje się niezmiernie interesująca, szczególnie gdy jest rozpatrywana w kontekście historycznym i międzynarodowym. Pomimo wspólnych korzeni filozofia gospodarki amerykańskiej, angielskiej i kanadyjskiej różni się w odniesieniu do tego pytania. W Stanach Zjednoczonych, przybywając na nowy kontynent, ludzie podejmowali działalność ekonomiczną, a następnie dopiero tworzyli kolejne elementy władzy państwowej, panowania politycznego. Kanada rozwijała się nieco później i tu administracja państwowa była już wcześniej niż główna fala osadnictwa. Korona brytyjska, a także władcy kontynentalnej Europy kontrolowali swoje tereny przez administrację i tu środowisko prawne nadawało polityczny sens woli współników o utworzeniu korporacji. Statuty brytyjskich korporacji wyraźnie podkreślają suwerenny charakter panującego i zależny status korporacji. Podpisując status New Funland Charter Company, król James działał nie tylko w imieniu władz państwowych, ale także swoich nadprzyrodzonych praw. Idea korporacji jako koncesji ze strony państwa jest ściśle powiązana z koncepcją firmy jako fikcji prawnej. Poprzez nadanie praw utworzony został byt odrębny od swoich fundatorów i mający osobne prawa; następnie z faktu, że jego istnienie możliwe było dzięki istnieniu władzy politycznej, powinien być on zdefiniowany w kategoriach politycznych. W tym akcie zgoda suwerena na ograniczoną odpowiedzialność korporacji została zamieniona na pewne zobowiązania co do rezultatów dla całego społeczeństwa, wynikających

z jej działalności. Zatem korporacja może być widziana jako “zwierzę polityczne”, mające zobowiązania w stosunku do szerokiej publiczności. Jeśli tak, to nie ma powodów, aby interesy *shareholders* były jedynymi, które ma ona realizować. Takie stanowisko ma interesujące konsekwencje. Po pierwsze, korporacja jako odrębny byt, funkcjonujący w szerszym społecznym otoczeniu i mający polityczne zobowiązania, może mieć interesy różne od jej założycieli. Po drugie zaś, państwo ma prawo organizować podstawy prawne i mediować funkcjonowanie korporacji w taki sposób, aby brała ona pod uwagę nie tylko interesy swoich inwestorów. Generuje to bardzo trudne pytanie o prawomocność poszczególnych interesów, które korporacja powinna realizować, oraz o mechanizm, rozstrzygający, które z nich będą miały priorytetowy charakter.

Tak więc korporacja może być widziana jako sieć umów pomiędzy podmiotami (tradycja amerykańska) lub też jako instytucja (tradycja kontynentalnej Europy) o pełnych społecznych korzeniach i mająca społeczne zobowiązania.

Akcjonariusze mają dwa ważne prawa, które - według amerykańskiego myślenia - pomagają rozstrzygnąć o prawomocności różnych interesów w samej korporacji i jej otoczeniu. Po pierwsze, osobiste prawo do zapewnienia, że wartość ich inwestycji jest zachowana, a po drugie, wynikające stąd prawo do tego, aby korporacja była właściwie zarządzana.

Oparcie myślenia o *corporate governance* na kontraktualnej teorii prowadzi do uznania akcjonariuszy za jedynych strażników interesu publicznego. Tymczasem można spojrzeć na to z drugiej strony (Dine 2000: 30) To społeczeństwo poprzez władzę państwową i generowane przez nią regulacje deleguje do akcjonariuszy obowiązek zapewnienia, by korporacja była właściwie zarządzana. W ostatecznym wymiarze to właśnie całe społeczeństwo jest konsumentem sukcesów i niepowodzeń korporacji z ograniczoną odpowiedzialnością. Niebezpieczeństwo pozostania z teorią kontraktualną polega między innymi na tym, iż praktyka udowodniła, że akcjonariusze nie są w stanie efektywnie kontrolować zarządów korporacji. J. Dine (2000) dowodzi, że ostatecznym celem wyposażenia korporacji w formule wydzielonego podmiotu jest umożliwienie rozdzielenia własności i kontroli. Pozwala to dyrektorom rady skierować energię dla korzyści korporacji, a nie działać jako agenci grup interesu, skupiających właścicieli. Separacja kontroli od własności poszła częstokroć tak daleko, że akcjonariusze nie dysponują efektywnym systemem *corporate governance*. Nie są w stanie chronić nawet własnych interesów, nie mówiąc już o publicznych. Okoliczności, towarzyszące temu zjawisku, są przedmiotem analizy w innym miejscu tej pracy. Oparcie się więc jedynie na akcjonariuszach w *governance* oznacza w istocie danie ogromnej władzy w ręce dyrektorów zarządzających. Z tego też powodu w rozwiązaniach Europy kontynentalnej preferuje się dwupoziomowy system *governance* z radą nadzorczą i osobnym zarządem, odpowiedzialnym za kierowanie firmą. Z podobnego też powodu w USA, Kanadzie i UK kładzie się obecnie nacisk na obecność zewnętrznych dyrektorów w jednoizbowej strukturze *governance*. Nie wprowadzają oni wprawdzie innych interesów, będąc również, jak wewnętrzni dyrektorzy, reprezentacją akcjonariuszy, ale przynajmniej zmuszają do pewnego otwarcia i usprawiedliwienia różnych decyzji dyrektorów wykonawczych.

Ustawodawstwo brytyjskie w interpretacji sądów wyraźnie zmierza w kierunku odrzucenia kontraktualizmu oraz akceptacji możliwego rozdwojenia intere-

sów akcjonariuszy i korporacji. J. Dine przytacza wiele wyroków sądowych, stanowiących precedensy interpretacyjne w brytyjskiej praktyce, które te obserwacje potwierdzają (Dine 2000: 31-35). Podobnie dzieje się w sądach stanu Delaware w USA, gdzie zarejestrowanych jest wiele amerykańskich korporacji. Sądy coraz częściej akceptują, że gdy tylko korporacja jest utworzona, to nie tylko staje się odrębnym od właścicieli bytem, ale sami właściciele są zobowiązani w swoich wyborach brać pod uwagę nie tylko swoje interesy. Interpretacje te są jak dotychczas ograniczone i obejmują zwykle takie przypadki jak:

- a) przywiązywanie rosnącej wagi do zobowiązań wobec kredytodawców,
- b) ratyfikacja decyzji przez większość akcjonariuszy może być unieważniana przez sąd,
- c) zmiana artykułów statutu korporacji, głosowana przez większość akcjonariuszy, może być unieważniana przez sąd,
- d) decyzje, determinujące równowagę władzy pomiędzy organami korporacji.

W rezultacie tych precedensów pojęcie korporacji wyraźnie ewoluuje w kierunku formuły wielości odpowiedzialności, gdzie "egoistyczne" interesy akcjonariuszy przestają być traktowane jako główne kryterium oceny rezultatów funkcjonowania korporacji. Warto przytoczyć tu jeszcze raz tradycyjne, konserwatywne stanowisko amerykańskie. Według M. Freedmana, liberalnego ekonomisty, jeśli maksymalizacja zysku dla akcjonariuszy traci swe znaczenie, biznes nie wie, jakim interesom ma służyć. Zaś zdaniem Berle'a i Meansa, jakiegokolwiek oddalenie się od poglądu, że rada dyrektorów powinna używać swej władzy dla maksymalizacji zysku, oznacza po prostu abdykację rady z jej odpowiedzialności przed akcjonariuszami.

Czym jest więc korporacja i z czego wynika jej legitymizacja działania we współczesnym społeczeństwie?

3. Modele corporate governance

3.1. Próba taksonomii modeli corporate governance

Przedstawione powyżej teorie korporacji rzucają interesujące światło na modele governance, praktykowane w różnych krajach. Ta kulturowo zakotwiczona koncepcja korporacji, która towarzyszy edukacji, a następnie oddziałuje na legislację, praktykę prawniczą i konsultacyjną, wydaje się bazą zróżnicowania rozwiązań instytucjonalnych, które następnie ją utwierdzają i podtrzymują. Zmiany są generowane przez otoczenie tego układu. Znaczące nadużycia, kryzysy, zaburzające ciągłość rynku, masowe ruchy protestacyjne różnych pominiętych grup interesów w skokowy sposób przekształcają tę kulturę, tworząc nowe kryteria tego, co jest, a co nie jest "politically correct".

Współczesna literatura *corporate governance* przynosi rozróżnienie czterech różnych typów nadzoru korporacyjnego. Ich różnorodność dobrze podsumowują J. Weimer oraz J. C. Pape (1999:153). Zwracają oni uwagę nie tylko na samą koncepcję korporacji, ale także na szereg innych charakterystyk. Wyodrębniając typy *corporate governance*, realizowane przez poszczególne kraje, proponują wziąć pod uwagę następujące czynniki:

- przeważająca koncepcja korporacji,

- forma organu nadzorującego,
- cichy akcjonariusz mający możliwość wywierania wpływu na decyzje menedżerów,
- rola giełdy w systemie gospodarki narodowej,
- obecność lub brak zewnętrznego rynku kontroli korporacji,
- struktura własności,
- poziom zależności wynagrodzeń kierownictwa od rezultatów korporacji,
- horyzont czasowy relacji ekonomicznych.

Rezultatem oceny powyższych czynników jest opisowa taksonomia typów *corporate governance*. Można spierać się z pewnością co do wagi poszczególnych czynników w ostatecznej ocenie oraz podważać intuicyjność wyboru tych czynników, jednakże pomimo swojej niedoskonałości pozwalają one wprowadzać bardziej precyzyjne rozróżnienia niż popularna opozycja modelu anglo-amerykańskiego i niemieckiego. Z tego też powodu warto ją tu przytoczyć.

Tabela 1. Modele Corporate Governance. Źródło: Weimer, J. i J.C. Pape. 1999. *The Taxonomy of Systems of Corporate governance*, w: *Corporate governance. An International Review*. Vol. 7, no. 2.s 154.

	Rynkowe	Oparte na relacjach w środowisku (sieciowe)		
	anglo-amerykański	niemiecki	łaciński	japoński
Kraje	USA, UK, Kanada, Australia	Niemcy, Holandia, Szwajcaria, Szwecja, Austria, Dania, Norwegia, Finlandia	Francja, Włochy, Hiszpania, Belgia	Japonia
Koncepcja korporacji	instrumentalna, zorientowana na akcjonariuszy	instytucjonalna	instytucjonalna	instytucjonalna
Forma organu CG	pojedynczy organ	podwójny	dopuszczająca obie formy we Francji, pojedyncza w pozostałych	pojedynczy
Wpływy akcjonariusz	akcjonariusze	banki, pracownicy, grupy oligarchiczne	holdingi finansowe, rząd, rodziny, generalnie, grupy oligarchiczne	banki, instytucje finansowe, pracownicy, grupy oligarchiczne
Ważność giełdy	poważna	średnia / poważna	średnia	poważna
Aktywność rynku kontroli korporacji	poważna	brak	brak	brak
Koncentracja własności	niska	średnia / wysoka	wysoka	niska / średnia
Zależność wynagrodzeń od rezultatów	wysoka	niska	średnia	niska
Horyzont czasowy	krótki	długi	długi	długi

Z uwagi na wpływ, wywierany na praktykę korporacyjną, te cztery systemy *corporate governance* warte są dokładniejszego przedstawienia. Każdy z nich ma wiele odmiennych elementów, a przede wszystkim różną bazę teoretyczną, i stoi na straży różnych ostatecznych rezultatów.

Polskie regulacje i sposób myślenia o nadzorze korporacyjnym mają swoje źródło przede wszystkim w rozwiązaniach niemieckich, które częstokroć mylnie uważane są za rozwiązania całej kontynentalnej Europy.

3.2. Model anglo – amerykański

Amerykański model sięga tradycji kolonialnych i, jak piszą Monks i Minow (2000:165), pierwsze procesy *governance* odbywały się pomiędzy dwoma organami w jednym brytyjskim przedsiębiorstwie, Virginia Company z Londynu oraz Virginia Company z Plymouth. Dwa organy rządziły tą korporacją; jeden z nich to grupa kolonistów, odpowiedzialnych za codzienne operacje, a drugi znacznie ważniejszy - w Londynie. Ten drugi to rada nadzorcza, odpowiedzialna przed suwerenem, a zajmująca się sprawami ogólniejszymi, związanymi ze strategią i polityką firmy. Po zakończeniu rewolucji nowe państwo musiało ustanowić nowe prawa. W 1791 roku parlament New Jersey przegłosował akt, ustanawiający Society for Establishing Useful Manufactures (SUM), które mogło produkować szereg przemysłowych i konsumpcyjnych towarów. Korporacja została zainicjowana przez Alexandra Hamiltona, Ministra Skarbu. *Governance* tej korporacji był już bardzo podobny do układu, który spotykamy dzisiaj w USA. Prospekt korporacji mówił, że będzie ona zarządzana przez trzynastu dyrektorów oraz będzie miała niezależny komitet audytu, składający się z pięciu akcjonariuszy. Ta grupa inspektorów otrzymała dostęp do danych finansowych i prawo do przeglądu wszelkich spraw korporacji.

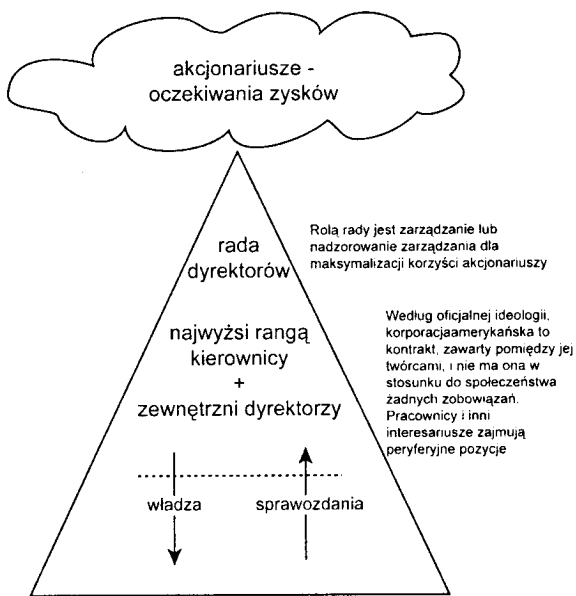
Jak wygląda amerykańska rada dyrektorów dzisiaj? Będziemy o tym pisać więcej w dalszej części, w tym miejscu tylko kilka zasadniczych uwag wprowadzających.

Kilka zasadniczych cech, wyróżniających amerykański model *corporate governance*:

- a) W Ameryce tradycyjne *corporate governance* ma stać na straży jakości operacji korporacji, aby była ona w stanie zmaksymalizować wartości cenione przez akcjonariuszy.
- b) Instytucjonalnym wyrazem amerykańskiego systemu jest jednopoziomowa rada dyrektorów, skupiająca wewnętrznych (menedżerów wysokiego szczebla) i zewnętrznych niezależnych dyrektorów, którzy w bardziej bezpośredni sposób reprezentują akcjonariuszy (jakkolwiek obie grupy muszą być przez nich akceptowane).
- c) Przeciętnie rada ma 13 członków; obecnie około połowa amerykańskich rad ma w swoim składzie zewnętrznych niezależnych dyrektorów.
- d) Rada zorganizowana jest w kilka komitetów, z których najczęściej działa Komitet Audytu.
- e) Rada spotyka się przeciętnie dziewięć razy w roku; w około 12% korporacji role przewodniczącego i prezesa są rozdzielone.
- f) Dyrektor amerykańskiej rady ma dwa zasadnicze zobowiązania w stosunku do akcjonariuszy. Są to "*duty of loyalty*" oraz "*duty of care*" lub

inaczej - obowiązek lojalności oraz obowiązek troski. Oba będą przedmiotem osobnego opisu w dalszej części pracy.

- g) Aż do niedawna indywidualni akcjonariusze, tradycyjnie byli właścicielami większości akcji. Styl inwestowania zmienia się jednak i obecnie około 60% jest w posiadaniu instytucjonalnych inwestorów (w większości funduszy emerytalnych i funduszy zbiorowego inwestowania), które z kolei są własnością indywidualnych akcjonariuszy. Piramidy własności przedsiębiorstw tak popularne w Europie i Japonii, są tu rzadkością.
- h) Teoretycznie instytucjonalni inwestorzy mogliby być aktywną siłą w *corporate governance*, ale, jak dotąd, praktykują raczej pasywne podejście. Sprzedają akcje niepewnej firmy zamiast starać się ją naprawiać poprzez kontrole zarządzania.
- i) Prawnym "zabezpieczeniem" procesów i procedur *corporate governance* są sugestie, przygotowane przez Amerykan Law Institute (utworzona w 1923 roku pozarządowa organizacja skupiająca środowisko prawnicze), warunki Nowojorskiej Giełdy (NYSE) oraz Komisji Papierów Wartościowych (SEC).



Rysunek 1. Amerykański system governance

- j) Amerykański system w postaci wymagań Giełdy i Komisji Papierów Wartościowych ma bardzo wysokie oczekiwania co do jawności informacji o sprawach korporacji.
- k) Rynek kontroli korporacji jest niezwykle aktywny w Ameryce, co wywiera ogromną presję na strategię zarządzania i zmusza zarządy do kooperacji z akcjonariuszami.
- l) W latach 90-tych aktywnie rozwija się ruch akcjonariuszy, różnorodne stowarzyszenia, organizacje, dostarczające usług przy podejmowaniu pracy,

inicjatyw, dostarczania informacji, analiz praktyk *governance* w poszczególnych korporacjach. Tworzy to swoisty rynek wokół praktyki *corporate governance*.

Amerykańska korporacja ciągle jest dość tradycyjna i rządzona w autokratyczny sposób, ale też Ameryka jest środowiskiem dla wielu śmiałych i wyrafinowanych dyskusji na temat doskonalenia zarówno zarządzania, jak *governance*. Graficzne wyobrażenie amerykańskiej korporacji to ciągle trójkąt.

Amerykański system jest skoncentrowany na relacjach pomiędzy radą dyrektorów a akcjonariuszami. Aż do połowy lat osiemdziesiątych rady dyrektorów były skomponowane głównie z pracowników korporacji i kilku "gości", zaproszonych przez jej prezesa. Ostatnie piętnaście lat zaowocowało poważnymi dyskusjami o efektywności *corporate governance* oraz zróżnicowaniem składu rad. Niezależni dyrektorzy mają tam już znaczący udział, a selekcja kandydatów do rady coraz częściej prowadzona jest przez specjalny komitet rady. Zewnętrzni, niezależni dyrektorzy zwykle kierują komitetem audytu. Redukuje to monopol wyższego kierownictwa na informacje i ustalanie agendy obrad rady. Dużą wagę zaczyna się przywiązywać także do spotkań członków rady, prowadzonych bez udziału wykonawczego kierownictwa korporacji.

Pomimo że instytucjonalni inwestorzy są właścicielami większości akcji, będących w obrocie na amerykańskim rynku, to ich rola w *corporate governance* jest ciągle mało znacząca. Dla wielu obserwatorów ta grupa inwestorów, mająca do dyspozycji analityków i zdolna zakupić serwis konsultantów, będzie w przyszłości odgrywać główną rolę. Dziś jednak ich strategia to inwestycje portfelowe. Wolą sprzedać akcje niepewnej firmy niż angażować się w jej zarządzanie.

Corporate governance model w Wielkiej Brytanii

Model brytyjski jest bardzo zbliżony do amerykańskiego. Wywodzi się on z bardzo podobnej ideologii, jakkolwiek wiele wskazuje na to, że brytyjskie sądy w sprawach *corporate governance* są bliższe teorii koncesji niż teorii kontraktualnej. Oznacza to możliwą ewolucję tego systemu w kierunku konieczności reprezentacji przez członków rady szerszej grupy interesów niż tylko akcjonariusze. Oto kilka interesujących cech brytyjskiego systemu, nieco odróżniających go od amerykańskiego modelu:

- a) Praktyka *corporate governance* oparta jest na mechanizmach samoregulacji.
- b) Dość powszechna separacja ról prezesa korporacji i przewodniczącego rady.
- c) Około 75% akcji jest własnością inwestorów instytucjonalnych. Nabierają oni coraz poważniejszego znaczenia kosztem liczenia się z mniejszymi, indywidualnymi inwestorami.
- d) Pięćdziesięciu kluczowych inwestorów instytucjonalnych tworzy tzw. "City Club", który stara się być w bliskim kontakcie z kierownictwem korporacji, aby dysponować najnowszymi informacjami potrzebnymi dla inwestorów.

W Wielkiej Brytanii istnieje dość powszechna awersja do regulacji praktyki *corporate governance* poprzez akty legislacyjne. Pewnym wyjściem z tej sytuacji było powołanie komitetu pod przewodnictwem A. Cadbury'ego, który zajął się zebraniem w jeden dokument wskazówek najlepszej praktyki. Była to reakcja na

skandale lat osiemdziesiątych w brytyjskich korporacjach. Lord Cadbury (1992) opublikował w 1992 r. raport, który stał się znaczącym przełomem w dyskusji spraw governance nie tylko w Wielkiej Brytanii, ale także na kontynencie i w Ameryce. To wydarzenie zapoczątkowało nowe myślenie i swoisty ruch w kierunku tworzenia Komitetów Dobrych Praktyk. Skandale zagroziły samoregulacji, a to z kolei zaowocowało szeregiem innych środowiskowych inicjatyw po opublikowaniu raportu Cadbury'ego. W 1995 r. Konfederacja Brytyjskiego Przemysłu (CBI) pod przewodnictwem R. Greenbury'ego (1995) przygotowała dokument, wyjaśniający i definiujący role oraz odpowiedzialność wewnętrznych i zewnętrznych dyrektorów rady oraz sprawy, związane z wynagrodzeniami dyrektorów. Następnie ta sama asocjacja powołała Financial Reporting Council, komisję, która wbrew swej nazwie ma szersze zadania niż tylko metodologię raportów finansowych. Grupa pod przewodnictwem lorda R. Hampela (1998) miała za zadanie skodyfikować spostrzeżenia Komitetu Lorda Cadbury'ego. W rezultacie Kod Dobrej Praktyki, sporządzony przez komisję R. Hampela, został ustanowiony jako warunek przyjęcia akcji do obrotu na Londyńskiej Giełdzie. Podobne inicjatywy powołał Instytut of Chartered Accountant, skupiający biegłych księgowych Wielkiej Brytanii. W 1999 r. utworzyli oni Komisję Kontroli Wewnętrznej (The Internal Control Working Party) pod przewodnictwem Lorda N. Turnbulla do spraw metodologii raportowania sytuacji finansowej korporacji, aby zminimalizować szansę naruszenia interesów akcjonariuszy.

Brytyjskie środowisko biznesu podjęło więc w latach dziewięćdziesiątych wiele inicjatyw dla utrzymania systemu, opartego na samoregulacji. Jak dotąd, w Wielkiej Brytanii sprawy governance są poza zasięgiem regulacji państwowej mimo prób, podejmowanych od czasu do czasu przez kolejnych ministrów przemysłu i handlu.

3.3. Model niemiecki

Model niemiecki jest oparty na innych przesłankach niż amerykański czy brytyjski. Jest bliski teorii koncesji lub wręcz z niej wynika i w swej publicznej wymowie włącza zobowiązania wobec pracowników do strategicznych decyzji korporacji. Aby zrozumieć jego funkcje dzisiejsze, warto wrócić do kilku historycznych informacji.

Podział na zarząd oraz radę nadzorczą został ustawowo wprowadzony w 1870 roku i od tej pory, jak pisze Klaus J. Hopt (1998:229), nie przestaje wzbudzać żywych dyskusji. Tak jak wszędzie indziej, wcześniej zarząd był traktowany jako ekonomiczny i prawny agent akcjonariuszy. Rada nadzorcza była na początku komitetem akcjonariuszy, który później rozwinął się w jednorodny zarządzający komitet (Verwaltungsrat), skupiający akcjonariuszy, bankierów i innych przedsiębiorców. Nadzór właścicielski i zarządzanie przestały więc być rozdzielne. Obowiązkowa rada nadzorcza, wymagana od 1870 r. oraz obowiązkowe odkrycie informacji były ceną, wystawioną przez prawodawców za rezygnację z różnych wymagań w stosunku do dokumentów rejestracyjnych i kontroli korporacji przez państwo. Tak więc w niemieckiej tradycji rada nadzorcza jest formą manifestacji idei kontroli zarządzania w interesie akcjonariuszy oraz ochrony interesu publicznego. Przedsiębiorcy otrzymali koncesję ograniczonej odpowiedzialności, a cudzy kapitał wzmocnił ich siłę na rynku, jednakże musieli poddać się pewnym wymaganiom. Musieli odkryć swój biznes przed mniejszymi

inwestorami i zapewnić państwu periodyczny dostęp do pewnych informacji. Zarówno przed 1870 rokiem, jak i później pojęcie interesu publicznego w Niemczech wykraczało poza interes akcjonariuszy. W ten sposób wytworzyła się nowa instytucja. Jak pisze Hopt, "Wrodzoną wadą rady nadzorczej, jeśli ma tylko jedną, jest fakt, że rada nadzorcza po prostu kontynuuje tradycje *Verwaltungsrat*, to znaczy łącznika przedsiębiorstwa z jego biznesowymi i finansowymi partnerami" (1998:230). W końcu XIX wieku było już jasne, że kontrolne funkcje rady nadzorczej muszą być wypełniane z powodu wymagań prawnych, a uprzednio wytworzone funkcje łącznika są zarówno pożądane jak i prawomocne.

W połowie XIX wieku rada nadzorcza - zarządzająca funkcja była już zróżnicowaną instytucją. W korporacjach z większościowym inwestorem jego przedstawiciel zasiadał w *Verwaltungsrat*, a później w radzie nadzorczej, a kierownictwo firmy było po prostu odbiorcą poleceń. Później sytuacja całkowicie się odwróciła, gdy doszło do korporacji z rozproszonym akcjonariatem. Rada nadzorcza ani nie zarządzała, ani też nie kontrolowała. Jak i dzisiaj, był to organ, formalnie wybrany przez roczne zebranie akcjonariuszy, ale jego członkowie w istocie byli mianowani przez zarząd. Ta dychotomia była już oczywista pod koniec XIX stulecia i jest kontynuowana do dzisiaj.

Obecnie publiczne korporacje z ograniczoną odpowiedzialnością (AG) oraz prywatne korporacje z ograniczoną odpowiedzialnością (GmbH), a zatrudniające przynajmniej 500 pracowników, mają obowiązek mieć radę nadzorczą (*Ausfichtsrat*) oraz zarząd (*Vorstand*). Tak jak w Polsce, ogólne zebranie akcjonariuszy, rada nadzorcza oraz zarząd stanowią trzy zasadnicze organy, pomiędzy którymi realizuje się proces *governance*, jakkolwiek ich skład oraz treść odbiegają w dużym stopniu od przebiegu tych procesów w USA czy Wielkiej Brytanii.

Niemiecka struktura własności kapitału akcyjnego jest zupełnie inna niż amerykańska, a zwyczaj działania nadzoru założycielskiego dokładnie ją odwzorowują. Jak prawdopodobnie powiedzieliby Shlayfer i Vishny, rekapitułując swoje badania, struktura własności w Niemczech jest rezultatem słabej ochrony mniejszościowych akcjonariuszy; aby czuć, że interesy są zabezpieczone, trzeba mieć znaczący wpływ. Zatem taka struktura własności i wynika z systemu przepisów i zwyczajów *governance*, i je tworzy. Nie powinno nas więc dziwić, że w Niemczech, gdy znaczącym akcjonariuszem jest inna firma, przewodniczący rady nadzorczej jest w 77,8% przypadków praktycznie przez nią mianowany. W ¼ badanych przypadków cała rada była mianowana przez takiego akcjonariusza (Franks i Mayer, 1997:232). W Niemczech znaczący akcjonariusze prawie zawsze są obecni w radzie nadzorczej, podczas gdy jest to wielką rzadkością w USA czy Wielkiej Brytanii. Osobliwością niemieckiego systemu gospodarczego jest także silne powiązanie korporacji w wielkie koncerny. Obowiązek ujawnienia posiadania przez korporacje akcji innej korporacji następuje dopiero wówczas, gdy ta własność przekracza 25%, a obowiązek poinformowania agencji regulacyjnych dopiero wówczas, gdy własność przekracza 50%. W rezultacie - korporacje niemieckie to pajęczyna powiązań własności i wpływów. Na przykład korporacja ubezpieczeniowa Allianz oraz reasekuracyjna Munich Re posiadają po 25% akcji nawzajem. Dalej - Allianz jest właścicielem 21% Dresdner Bank, który posiada 10% własności Allianz. Razem są oni właścicielem 35% Munchener Ruck, a razem z Deutsche Bank kolejne 10%. Dla pełnej konfuzji Deutsche jest właścicielem 10% Munich Re oraz 7% Allianz (Monks i Minov 2000: 287). Te

historie można ciągnąć dalej. Około 74% korporacji, a wśród listowanych na giełdach aż około 97%, należy do większych grup (Hopt 1998: 251). Trudno w takim systemie o przejrzystość czy uniknięcie insiderskich informacji. W konsekwencji wielu członków rad pochodzi z innych korporacji danej grupy.

Banki niemieckie odgrywają tradycyjnie ważną rolę w procesach *governance*. Ich siła wynika nie tyle z własnych inwestycji, co z możliwości głosowania przez proxy, używając do tego inwestycji klientów. Większość akcji w Niemczech to *bearer*, które są przez klientów depozytowane w bankach. Klient utrzymuje rachunek akcji, a więc jego własność jest rejestrowana w podobny sposób jak rachunki zasobów pieniężnych. W rezultacie banki posiadają znaczne depozyty akcji klientów, które są wyposażone w prawa głosów, które bank może egzekwować i to właśnie daje mu niezwykłą siłę głosów.

W rezultacie tematyka dyskusji i niepokoju o nadzór właścicielski jest zupełnie inna w Niemczech i Ameryce. W USA większość literatury i dyskusji, prowadzonych przez National Association of Corporate Directors (NACD), dotyczy publicznych korporacji z rozproszonym akcjonariatem. W Niemczech takie korporacje są rzadkością, a proporcjonalnie jest też mniej korporacji niż w USA czy Wielkiej Brytanii. Model niemiecki - to nie tylko model kierowania korporacją poprzez dwa organy, ale także inaczej realizowana rola inwestorów, rola pracowników, rola banków i niewielka rola rozproszonego akcjonariatu.

W Niemczech rada nadzorcza pełni kilka funkcji, które mają swoje analogie w polskiej praktyce nadzoru korporacyjnego. Oto ich podstawowe wymiary.

Przyjmowanie raportów zarządu

Bazą nadzoru przez radę są raporty zarządu korporacji. Sama rada nie jest zobowiązana do prowadzenia własnych poszukiwań informacji czy badania jakichś spraw. Prawne podstawy takich niezależnych dochodzeń istnieją, ale ogromnie rzadko są używane. Jeśli raporty uznane są za niewystarczające, to zarząd proszony jest o złożenie dodatkowych wyjaśnień. Trzeba stwierdzić, że w ostatnich latach jakość tych raportów zdecydowanie się podwyższyła. W wielu firmach audyt jest dobrze skomentowany, ale są ciągle takie, które nawet obowiązkowy audyt traktują jako naruszanie tajemnicy biznesu i mają problemy z rozpowszechnianiem tych informacji (Semler 1998: 272). Mimo wielu zmian ciągle sprawy planowania znajdują niewielkie odbicie w dokumentach, dyskutowanych na posiedzeniach rady. Nawet wówczas, gdy takie materiały są przygotowywane, to zwykle ich kompletność przedstawia wiele do życzenia. Cyfry, wspomagające dane alternatywy, czy szersze prezentacje możliwych scenariuszy są rzadkością. Z drugiej strony - widzi się raporty wielosetstronicowe, ale za to bez priorytetyzacji i konkluzji. Trzeba podkreślić, że mimo poprawy kultura raportowania z respektem dla rady nadzorczej nie jest mocną stroną obecnej praktyki.

Nadzorowanie pracy zarządu korporacji

Członkowie rady otrzymują więc wiele okresowych raportów i one są podstawą monitorowania działalności zarządu korporacji. Członkowie rady mają tendencję do oceny tych dokumentów z punktu widzenia tych, którzy wybrali ich do rady. Jest to szczególnie widoczne w korporacjach, które podlegają przepisom o współdeterminacji. Istnieje tendencja do osobnych spotkań reprezentantów pracowników oraz osobnych spotkań reprezentantów akcjonariuszy, aby przedys-

kutować sprawy i ustanowić wspólną opinię czy decyzje. Zarząd zwykle uczestniczy w posiedzeniach rady. Same posiedzenia trwają około trzech godzin i odbywają się kilka razy w roku. Tylko raz w roku rada ma do czynienia z kompleksowym zestawem informacji finansowych w formie rocznego raportu. Wiele informacji wskazuje na to, że przebieg dyskusji biznesowych jest komplikowany pytaniami reprezentantów pracowników, którzy wnoszą punkt widzenia, reprezentujący przede wszystkim własną konstytuante. Zdarza się, że 80% czasu spędza się na odpowiedzi na tę grupę pytań. Niemieckie prawo przewiduje różne stopnie włączenia rady w korporacyjne decyzje oraz pozostawia sporo do rozstrzygnięcia tej kwestii przez statut korporacji. W związku z tym korporacje mogą mieć różną praktykę w tej dziedzinie.

Rada nadzorcza w systemie niemieckim ma obowiązek nie tylko monitorowania zarządu, ale także doradzania zarządowi w różnych sprawach korporacji.

Monitorowanie podległych korporacji

Większość niemieckich korporacji jest właścicielem wielu podległych sobie przedsiębiorstw. Nie ma prawnych kłopotów, by traktować kierownictwo firmy matki jako kierownictwo całej grupy, podobnie też jest ustawiana rada nadzorcza i raportowanie wyników. Nawet jeśli nie ma statutowej bazy, to i tak władza rady nadzorczej firmy matki rozciąga się na podporządkowane przedsiębiorstwa. Roczne raporty mają zwykle skonsolidowany charakter i obejmują wszystkie firmy grupy.

Odpowiedzialność rady nadzorczej

Według wymagań prawa, w spółkach akcyjnych rada nadzorcza raportuje przeszłoroczne wyniki w formie rocznego raportu. Praktyka pokazuje, że ten dokument staje się coraz bardziej zasobny w informacje (Semler 1998: 279). Wyjaśnia on zmiany, zachodzące w zarządzie oraz samej radzie nadzorczej, opisuje proces jej działalności oraz formułuje oficjalną pozycję rady w ważnych sprawach korporacji. Finansowa część jest zwykle dość schematyczna i rzadko wychodzi poza pewne minimum. Obecna praktyka, jakkolwiek owocuje coraz pełniejszym dokumentem rocznego sprawozdania, to dość rzadko prowadzi do dyskusji jego zawartości z akcjonariuszami na dorocznym zebraniu. Zwykle niemieckie zarządy tylko wspominają o tym dokumencie na dorocznym zebraniu. Pytania akcjonariuszy są załatwiane przez przewodniczącego rady.

Procesy o niedopełnienie obowiązków rady lub naruszenie praktyk przez dyrektorów są rzadkie w Niemczech i rzadko też dochodzi do wypłaty jakichkolwiek odszkodowań. Prawne normy nie dają przewagi inwestorom. Dużo skuteczniejszym narzędziem wpływu jest obawa przed utratą reputacji przez osobę zasiadającą w radzie. Każdy wie, że w przypadku poważnych kłopotów korporacji może nie zostać więcej wybrany do rady nadzorczej. Poważni przedsiębiorcy obawiają się dezaprobaty na dorocznym zebraniu akcjonariuszy. Stąd też częstą praktyką są raczej rezygnacje w przypadku poważnych konfliktów niż politykowanie, prowadzące do głosowania na dorocznym zebraniu.

Praktyka pracy rady

Oto główne cechy:

1. Rada nadzorcza niemieckiej korporacji ma średnio 13,25 członków i jest prawdopodobnie największym tego typu organem w Europie. Jej człon-

kwie to w większości emerytowani członkowie zarządu danej korporacji, bankierzy, prawnicy oraz biznesmeni z innych korporacji.

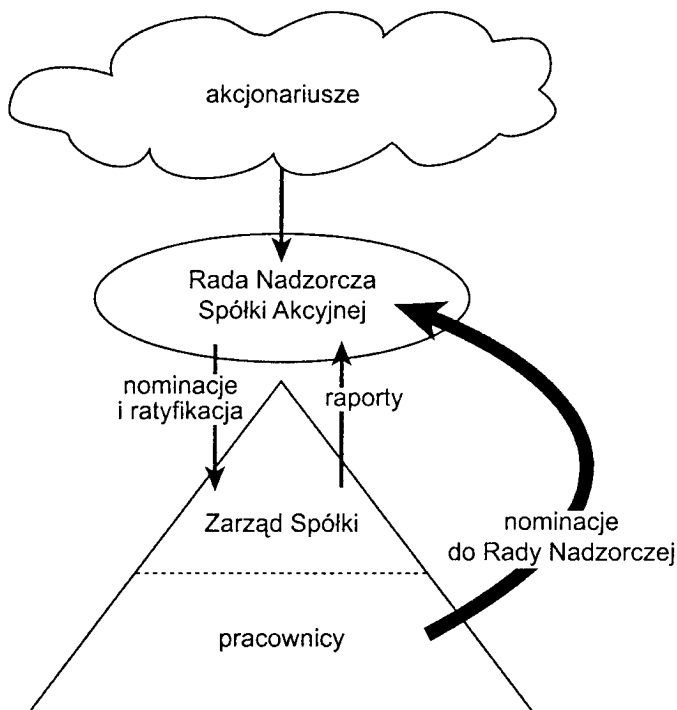
2. Koncentracja na pracownikach i korporacji.
3. Prawna dereminacja struktury governance i udziału reprezentacji pracowników. Około 740 korporacji ma sformowane rady nadzorcze na zasadzie parytetu pracowników, a 1980 firm ma reprezentantów pracowników w radach. Według Hopta (1998: 247) może to prowadzić do osłabienia roli rad, a z pewnością prowadzi do rozbitcia rady na różne grupy interesów.
4. Dwupoziomowa struktura z zarządem odpowiedzialnym za kierowanie firmą i Radą Nadzorczą. Jednakże około 43% odchodzących na emeryturę prezesów zarządów przechodzi automatycznie do rady nadzorczej korporacji. Te dwa organy też pozostają we wzajemnej zależności. Praktyka pokazuje ich rosnący wzajemny związek i upodabnianie się w zasadach działania do rad dyrektorów (Hopta 1998: 254).
5. Rada nadzorcza zatrudnia zarząd spółki.
6. Banki, będące właścicielami akcji, mają zwyczaj zasiadać w radach nadzorczych korporacji.
7. Rynek papierów wartościowych jest względnie mały jak na rozmiary niemieckiej gospodarki, a na Giełdzie we Frankfurcie obraca się akcjami około tysiąca spółek.
8. Finansowanie inwestycji realizowane jest głównie poprzez kredyty bankowe. Statystyka inwestycji pokazuje, że na jeden dolar, uzyskany z rynku papierów wartościowych, niemiecka firma pożyczka z banku średnio 4.20 dolara.
9. Rada nadzorcza jest formą organizacji sieci związków i wzajemnych zależności niemieckiego biznesu. Według badań K.J. Hopta (1998: 243), tylko 12,8 % korporacji nie było związanych z innymi poprzez wspólnego członka rady nadzorczej. Niektórzy bankierzy zasiadają w pięciu, a nawet siedmiu radach równocześnie.

Graficzne wyobrażenie konstrukcji niemieckiej rady nadzorczej przedstawia poniższy schemat.

Z perspektywy amerykańskiej udział pracowników w nominacjach do Rady Nadzorczej jest niezwykle rozwiązaniem, wykraczającym poza koncepcje korporacji jako umowy akcjonariuszy. We Francji te rozwiązania idą nawet dalej i zobowiązują do włączenia przedstawicieli lokalnej społeczności do rady nadzorczej lub rady dyrektorów, w zależności od tego, jaki system korporacja wybrała.

W ostatnich latach w niemieckim systemie rad wprowadzono pewne niewielkie reformy. Koncentrują się one wokół trzech spraw, a razem mogą dać pewną poprawę przejrzystości oraz zmniejszyć skłonność do konfliktów interesów. Dotyczą one:

- a) roli audytorów – przymusowa zmiana firmy audytorskiej,
- b) zwiększenia odpowiedzialności prawnej członków rad – akcjonariusz, mający 5% akcji lub dwa miliony marek, może podać radę do sądu za straty, wyrządzone korporacji przez radę,
- c) zwiększenia wymagań co do przejrzystości transakcji oraz większej wrażliwości na sytuacje konfliktu interesów.



Rysunek 2. Graficzne wyobrażenie niemieckiego systemu

Niemiecka Komisja Antymonopolowa zabiega także o zakaz wzajemnego uczestnictwa członków rad z przedsiębiorstw i banków, a przynajmniej nadzór tych praktyk przez Komisję Karteli.

Wiele dyskusji w Polsce wskazuje na niemiecki intelektualny rodowód polskich rozwiązań ogólnej formuły governance. Niektórzy wręcz ogólnikowo utożsamiają te dwa modele. Z pewnością wiele wspólnych elementów wynika z tradycji polskiego kodeksu handlowego, mającego związki z prawem niemieckim, ponadto z wielowiekowego sąsiedztwa, jednakże warto zalecić ostrożność w lansowaniu takich upraszczających sądów. Polska tradycja governance kształtuje się na naszych oczach, ale jest to proces powolny. Jej utwierdzenie będzie następowało poprzez wyroki sądów w spornych sprawach z tej dziedziny, wymagania Warszawskiej Giełdy oraz Komisji Papierów Wartościowych oraz świadomość całego środowiska korporacji. W tym samym czasie niemieckie rozwiązania wydają się zmierzać w kierunku większej przejrzystości i absorbowania części praktyk z modelu anglo-amerykańskiego.

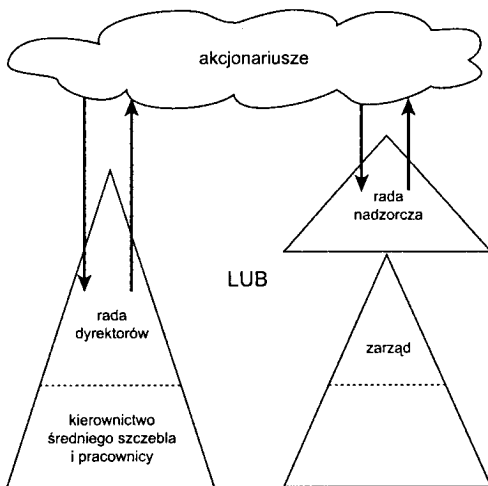
3.4. Model łańciski

Analizy funkcjonowania *corporate governance* w tej grupie krajów są dość nieliczne, prawdopodobnie w związku ze skromną rolą rynku kapitałowego oraz rozmiarami sektora publicznych korporacji. Ponadto *corporate governance* jest tam ciągle bardziej niż w innych krajach sprawą za zamkniętymi drzwiami. Jest trochę badań na temat belgijskich holdingów finansowych oraz nieco analiz na temat francuskiej praktyki. Bardzo mało wiadomo na temat Włoch i Hiszpanii,

jakkolwiek już zaczynają się pojawiać analityczne artykuły (Ricart 1999), (Degeorge 1998), (Loredo i Suarez 2000), (Melis 2000). Postaramy się podsumować w tym miejscu to, co dzisiaj mniej więcej wiadomo o praktyce w tych krajach. Informacje będą odnosić się generalnie do sytuacji we Francji, jeśli nie będzie specyficznych uwag, że dotyczą innych krajów.

- Regulacje oraz praktykę *governance* w tych krajach możemy umieścić gdzieś pomiędzy modelem anglo-amerykańskim a modelem niemieckim, jakkolwiek bliżej niemieckiego.
- Nazwano kulturę *governance* w tych krajach "sieciową" lub lepiej po polsku: "opartą na stosunkach". Jest to przeciwieństwo anglo-amerykańskiego modelu rynkowego.
- We Francji korporacje mają możliwość wyboru systemu z radą nadzorczą typu niemieckiego lub radą dyrektorów typu anglo-amerykańskiego, jednakże około 98% firm wybiera ten drugi model.
- Zarówno mianowanie, jak i odwołanie rady dyrektorów wymaga więcej niż 50% większości spośród akcjonariuszy, uprawnionych do głosowania.
- Prawo francuskie nie czyni rozróżnienia pomiędzy "*executives*" oraz "*non-executives*" dyrektorów rady. Jednakże zwykle około 2/3 składu rady to członkowie, niezaangażowani w bieżące zarządzanie korporacją. Zwykle reprezentują oni akcjonariuszy, mających znaczący pakiet akcji.
- Akcjonariusze w tych korporacjach mają prawdopodobnie więcej do powiedzenia niż w tradycji niemieckiej, ale jest to wpływ daleko mniejszy niż w korporacjach anglo-amerykańskich.
- Rola małych akcjonariuszy jest bardzo ograniczona. Francuskie prawo korporacyjne nie jest oparte na zasadzie "jedna akcja, jeden głos" i około 25% akcji może mieć charakter uprzywilejowany, ale bez prawa głosowania.
- W tej grupie krajów popularne są holdingi finansowe, duże rodzinne korporacje oraz korporacje w całości lub w części kontrolowane przez rząd. We Francji, w przeciwieństwie do USA czy UK, banki występują jako akcjonariusze oraz popularne są różne formy skrzyżowanej własności (*cross-shareholding*). W przeciwieństwie do Francji, włoskie i belgijskie banki nie mogą być właścicielami akcji przedsiębiorstw.
- W porównaniu do Nowego Yorku czy Londynu ta grupa krajów ma mało aktywne giełdy, zarówno co do liczby korporacji, jak i liczby transakcji.
- Brak aktywnego rynku kontroli korporacji, jakkolwiek liczba przejęć korporacji jest tu większa niż w Niemczech.
- Poważna koncentracja własności akcji. Na przykład pięciu największych akcjonariuszy w korporacjach francuskich posiada średnio 48% akcji, a we Włoszech nawet 78% (OECD 1997). We Włoszech *capital* rodzinny lub grupy przemysłowe są posiadaczami 200 największych korporacji.
- Krzyżowa własność pomiędzy firmami jest tu możliwa, tak jak w Niemczech, jakkolwiek w mniejszym rozmiarze, ponieważ francuskie korporacje oraz ich *subsidiaries* mogą być zaangażowane w taką wymianę tyłko do 10% ich wartości.

- Wzajemne członkostwo rad dyrektorów jest prawnie możliwe i popularne w praktyce. Jest też używane dla zapewnienia przyjacielskiej współpracy i przeciwdziałania wrogim przejęciom.
- Wynagrodzenie kierownictwa korporacji, oparte na giełdowej wartości akcji, jest w tej grupie krajów mało popularne, jednakże z wyjątkiem Francji, gdzie udział takich kontraktów jest podobny jak w Kanadzie czy Wielkiej Brytanii.



Rysunek 3. Dwa alternatywne modele governance w japońskiej korporacji

3.5. Model japoński

Dla porównania - kilka zasadniczych elementów modelu japońskiego. Kilka spostrzeżeń na temat warunków początkowych kształtowania się japońskiej praktyki po ostatniej wojnie:

- a) rządowe interwencje i dominacja Ministerstwa Finansów, które rozwinęło regulacje biznesu w formach i zasięgu niespotykanym w zachodniej Europie,
- b) rozwój tak zwanego “*relationship investing*”, czyli wzajemnej własności akcji korporacji,
- c) istnienie silnych powiązań pomiędzy biznesem a rządem, co częstokroć prowadzi do interesów na granicy korupcji,
- d) priorytety korporacji, skoncentrowane na wzroście i udziale w rynku, a nie zwrocie dla akcjonariuszy (innym niż aprecjacja akcji),
- e) minimalna aktywność mechanizmu rynku kontroli korporacji.

W takich warunkach mechanizmy *corporate governance* rozwijały się inaczej niż w USA czy zachodniej Europie. Patrząc z perspektywy ostatniego dziesięciolecia, wydaje się, że przykład japoński może stanowić ostrzeżenie dla innych krajów, gdzie istnieje tendencja do zamazywania ostrości przedziałów pomiędzy biznesem a rządem oraz dominacja priorytetów korporacji jako zespołu pracowników nad interesami jej właścicieli.

W Japonii struktura nadzoru właścicielskiego jest formalnie podobna do rozwiązań w innych krajach (Cooke i Sawa 1998). Rada dyrektorów jest miano-

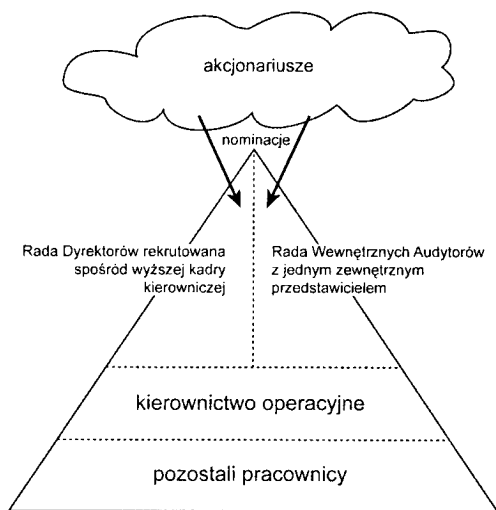
wana przez akcjonariuszy; określa ona cele strategiczne oraz zatrudnia i kontroluje wykonawcze władze korporacji. W teorii rada powinna reprezentować interesy akcjonariuszy i do pewnego stopnia - całego społeczeństwa. W praktyce jednak, jak pokazują analizy i ostatnie lata, rada reprezentuje głównie interesy korporacji jako kolektywu pracowników. Jak wykazują analizy, dokonane przez *Oxford Analytica* (Monks, Minow 2000: 265), dwa czynniki, obserwowane w praktyce governance w Japonii, wzmacniają te tendencje.

- Prawie wszyscy dyrektorzy rad w Japonii są wyższymi rangą menedżerami lub byłymi pracownikami korporacji. 80% japońskich korporacji nie ma zewnętrznych niezależnych dyrektorów, a dalszych 15% ma nie więcej niż dwóch. W 1990 roku, u szczytu japońskiego powodzenia, 1888 korporacji japońskich było nadzorowanych przez 33 013 członków rad. Z czego 91,1% było pracownikami tych korporacji, 3,8% było pracownikami banków, kredytuujących operacje korporacji, 2,9% było emerytowanymi pracownikami rządu, a 0,1% reprezentowało firmy, z którymi dana korporacja prowadziła interesy. Zewnętrzni dyrektorzy w dużych korporacjach są zwykle reprezentantami pożyczkodawców. Jest to zwykle jeden członek rady. O wiele częściej pożyczkodawcy wysyłają swego przedstawiciela do departamentów księgowości, gdzie spełnia on funkcje kontrolne, nadzorując bieżące operacje korporacji. W mniejszych korporacjach zewnętrzni dyrektorzy przychodzą zwykle z innych korporacji, powiązanych biznesowo. Transfer dyrektorów jest w Japonii ważną strategią prowadzącą do tworzenia grup powiązanych wzajemnie korporacji, gdzie zwykle jedna występuje jako nadrzędna, a inne jako jej podwykonawcy. Priorytetem dyrektorów jest zapewnienie zdrowego wzrostu korporacji. Wzrost jest najważniejszym celem, ponieważ na stabilnym japońskim rynku zapewnia on wzrost wartości dla akcjonariuszy, zabezpiecza interesy menadżerów poprzez zwiększenie bezpieczeństwa pracy oraz bonusy, rządu poprzez podatki - oraz lokalnych społeczności poprzez stabilizację zatrudnienia.
- Akcjonariusze japońscy są zwykle pasywnymi właścicielami. Indywidualni właściciele są prawdziwą mniejszością wśród akcjonariuszy. Wymiana małej ilości akcji z pożyczkodawcami oraz z partnerami biznesu stała się w Japonii zwyczajem, gestem szczerości intencji i symbolem trwałości zobowiązań. Ilość tych akcji jest niewielka, ale po dodaniu małych pakietów, posiadanych przez instytucjonalnych inwestorów, takich jak firmy ubezpieczeniowe czy fundusze emerytalne, reprezentują one od 60 do 80 procent akcji. Jest to "przyjacielski blok", rzadko będący przedmiotem handlu. W ten sposób tylko około 30% akcji jest w publicznym obrocie. Ten system menedżerskiej wymiany cementuje i stabilizuje cały układ biznesu, zabezpiecza przed wrogimi przejęciami i zmniejsza presję na zysk. Długotrwały wzrost i idąca za nim podwyżka wartości akcji w gospodarce, idącej ciągle w górę, dawały odczucie doskonałości tej symbiozy relacji. W rzeczywistości jednak miały także skutek dodatkowy, prowadziły do skostnienia całego układu i niezwykle wysokiej góry niespłacalnych pożyczek.

Popierany przez instytucjonalnych akcjonariuszy i przyjazny blok akcji, zarząd korporacji mógł sobie pozwolić na ignorowanie presji ze strony indywidual-

nych akcjonariuszy. Doroczne zebranie akcjonariuszy stało się formalnym przedsięwzięciem, trwającym bardzo krótko, z bardzo powierzchowną agendą. Nawet poważne zaniedbania zarządów nie były w stanie pobudzić działań według inicjatyw indywidualnych akcjonariuszy. To partnerzy biznesowi, dostawcy, odbiorcy czy banki kredytujące miały większą siłę oddziaływania w kierunku zmiany.

Japoński system *corporate governance* może być przedstawiony w sposób bardzo podobny do amerykańskiego.



Rysunek 4. Japoński system *corporate governance*.

Pomimo bardzo podobnej do amerykańskiej konstrukcji prawnej japoński system działa inaczej. Większość większych korporacji ma radę dyrektorów składającą się z około 10–20 wyższych rangą menedżerów, zorganizowanych w sztywną hierarchię, opartą głównie na stażu w korporacji i wzbogaconą przez osobiste osiągnięcia. Wielu z członków to szefowie departamentów. W rezultacie władza rady miesza się z władzą menedżerów, włączonych w codzienne operacje. Rada dyrektorów w amerykańskim sensie to zwykle prezydent korporacji oraz bezpośredni podwładni, którzy mają prawa reprezentowania korporacji na zewnątrz. Wyżsi rangą członkowie tej grupy nie mają specyficznego portfela zagadnień, a tworzą w istocie komitet, kierowany przez przewodniczącego, który z reguły jest emerytowanym prezydentem korporacji lub byłym wysokim urzędnikiem państwowym. Realna władza pozostaje w rękach prezydenta oraz komitetu operacyjnego. Komitet spotyka się bardzo często. Władza prezydenta nie jest ograniczana przez akcjonariusza, a limitowana jedynie normami społecznymi wewnątrz rządzącej grupy. Selekcja nowych członków rady dokonywana jest przez prezydenta i komitet, a następnie akceptowana przez przewodniczącego i doroczne zebranie akcjonariuszy. Cały ten system funkcjonuje gładko do czasu większego finansowego nieszczęścia. W takim momencie do władzy dochodzi punkt widzenia pożyczkodawców, którzy potrzebują zwrotu włożonych pieniędzy. Rola banków, znacznie poważniejsza niż w USA, wynika z prostej zależno-

ści korporacji od kredytu. Na jeden dolar, zebrany dla potrzeb inwestycji z rynku papierów wartościowych, przypada w Japonii 5,33 dolara, pożyczone z banków (Macey i Miller 1995). Choćby z tego powodu porównanie interesów banków oraz akcjonariuszy będzie zawsze prowadziło do przywileju tych pierwszych.

Łączenia i zakupy przedsiębiorstw są dokonywane w Japonii w sytuacjach przyjacielskich biznesu. Amerykańskie wrogie przejęcia są prawdziwą rzadkością. W japońskiej kulturze przedsiębiorstwo to przede wszystkim system społeczny i trzeba nie mieć wstydu, aby kupować czy sprzedawać przedsiębiorstwa. Co innego przyjacielskie relacje, które mogą owocować połączeniem firm. Jest oczywiste, że ta symboliczna rzeczywistość kultury nie zawsze znajduje odbicie w realnym życiu i "przyjacielskie" łączenia zaczynają się częstokroć od nieoczekiwanych propozycji, ale następnie toczy się długi proces, owocujący ostrożnymi decyzjami rady, mającymi na uwadze przyszłość korporacji oraz interesy pracowników.

Japońska praktyka zbudowała symbiozę pomiędzy zachodnim systemem formalnym a lokalną kulturą i ta symbioza dawała poczucie ładu oraz łatwość operacji przez długi okres powojennego rozwoju. Akulturacja zachodnich reguł *governance* do lokalnych warunków miała też swoje konsekwencje dla samego procesu *governance*. Ten obraz symbiozy, a czasami i pasożytnictwa relacji pomiędzy menedżerami, partnerami biznesu, bankami i częstokroć przedstawicielami rządu, zaczyna się obecnie zmieniać jako rezultat kryzysu ostatnich lat. Japonia, jak i Polska, ma swoje *Corporate Governance Forum*, które w 1998 roku ogłosiło swój kodeks. Proponuje on kilka ważnych zmian i zyskało uwagę zagranicznych inwestorów. Amerykański CalPERS wysoko ocenił proponowane zmiany.

4. Źródła i przejawy polskiej kultury corporate governance

Jak potoczy się dalsza ewolucja regulacji i praktyki *corporate governance* w Polsce? Czy będziemy bliżej niemieckiego czy też łacińskiego systemu? Czy mamy jeszcze szansę na aktywny rynek kapitałowy z rynkową kontrolą *governance* typu anglo-amerykańskiego? Jak rozumieją korporacje menedżerowie, a jak ustawodawcy? Gdzie ukierunkuje praktykę *governance* orzecznictwo sądów? Trudno dzisiaj o jasne odpowiedzi na te i podobne pytania. Mamy jeszcze zbyt mało systematycznych badań, a więc możemy tylko pozwolić sobie na spekulacje i tworzenie hipotetycznych modeli wyjaśniających.

Patrząc na historię ostatnich dwudziestu lat, można wyodrębnić kilka okresów i wydarzeń, które położyły fundamenty pod obecną sytuację. Polskie doświadczenia *governance* przeszły więc przez kilka ważnych stadiów, które wpłynęły na obecną kulturę i mogą dalej wpływać na ewolucję praktyki. Są to prawdopodobnie następujące sprawy:

- a) historia tworzenia spółek handlu zagranicznego w ostatnim okresie komunizmu,
- b) transformacja przedsiębiorstw państwowych w jednoosobowe spółki skarbu państwa,
- c) prywatyzacja kapitałowa i rozwój transakcji giełdowych,
- d) napływ kapitału zagranicznego,
- e) koncentracja własności spółek giełdowych.

Poniżej krótki komentarz do tych znaczących wydarzeń i procesów.

4.1. Historia tworzenia spółek handlu zagranicznego w ostatnim okresie komunizmu

Na przełomie lat 80-tych i 90-tych istniejące spółki, np. w centralach handlu zagranicznego, nie mogły stanowić źródła wiedzy o ładzie korporacyjnym. Za fasadą organów spółek funkcjonowało przecież przedsiębiorstwo państwowe. Państwowe spółki obowiązywały jak wszystkich: kierownicza rola partii komunistycznej, jednoosobowe kierownictwo, jednolity fundusz własności państwowej. Zatem inspiracja spółek HZ mogła ograniczać się do fasady i protokołu prawniczego, a nie do treści ekonomicznej, społecznej i prawnej.

4.2. Transformacja przedsiębiorstw państwowych w jednoosobowe spółki skarbu państwa

W 1990 roku strategia właścicielska mogła być jedna. Trzeba było doprowadzić do świadomości nowych zarządów konieczność głębokiej restrukturyzacji we wszystkich wymiarach prowadzonej działalności przedsiębiorstw, uruchomić mechanizmy zmian kadrowych w spółkach i zapewnić nadzór właścicielski nad restrukturyzacją finansową. Transformacja przedsiębiorstw państwowych w samodzielne spółki miała szansę ten proces rozpocząć. Dlatego wybrano w pełni zdecentralizowany mechanizm nadzoru, oparty o KH. Ogólne dyrektywy dawały na początku transformacji bardzo wydajny bufor. Pozwalał politykom zasłonić się przed załogami przedsiębiorstw, przeżywających trudności, lub wręcz bankrutujących radami nadzorczymi i zarządami. Minister nie rozwiązuje problemów spółki. Spółka ma swoje organa i one powinny sobie dać radę. Jak nie, to jest mechanizm zmiany władz. Przez pierwsze lata to działało. Jednocześnie Ministerstwo Przekształceń Własnościowych, a później Ministerstwo Skarbu, unikając konsekwentnie wchodzenia w merytoryczne problemy nadzoru właścicielskiego, rozwinęło złożony i bogaty rytuał biurokratyczno-prawniczy, stojący na straży wypełniania obowiązków formalnych ładu korporacyjnego. Odpowiednie departamenty ministerstwa wykonały ogromną pracę u podstaw.

Z punktu widzenia ładu korporacyjnego JSSP była, jak na warunki wyjściowe przedsiębiorstwa państwowego, wzorem autonomii i relatywnie dobrego, bo bliskiego bezpośredniego nadzoru Rady. W pierwszym okresie wykonały one wielką pracę restrukturyzacyjną, potem jednak system powoływania członków rad nadzorczych szybko się upolityczniał, ze szkodą zarówno dla jakości nadzoru, jak i kultury korporacyjnej. Powróciła na chwilę zakwestionowana dominacja zarządów, a w nich - prezesów. Zaczęła się gra o prywatyzację i kontrakty menedżerskie, gwarantujące wysokie wynagrodzenia. Jednocześnie można obserwować równoległy proces ograniczania uprawnień rad nadzorczych i zarządów na rzecz urzędników ministerialnych. Rady nadzorcze przestają wybierać swoich przewodniczących; naznacza ich Minister. Rada nadzorcza nie organizuje konkursu na prezesa; wyznacza go minister. Prezes nie dobiera sobie zarządu w porozumieniu z RN, ale mianuje ich minister itd. Nagrody z zysku dla zarządu wnioskują RN, ale daje minister.

Kultura korporacyjna JSSP cofnęła się właściwie do stanu wyjściowego, a nawet w niektórych obszarach, jak np. autonomia w stosunku do Ministerstwa, przypomina bardziej układ z lat 50-tych. W połączeniu z zahamowaniem procesów prywatyzacji i deklarowanymi przez Min. Skarbu ambicjami aktywnego

gospodarowania kapitałem państwowym i aktywnego restrukturyzowania przedsiębiorstw i branż budzi to jak największe obawy o stan ładu i kultury korporacyjnej w bezpośrednim zarządzie państwa. Nie powstały tam - i nie należy oczekiwać, aby powstały w przyszłości - jakiegokolwiek pozytywne wzorce w dziedzinie ładu korporacyjnego. Wręcz przeciwnie, będzie to źródło korupcji, nepotyzmu i pospolitego złodziejstwa „mienia niczyjego” - łącznie z inspiracjami do upaństwowiania firm, życia na koszt budżetu itd.

Negatywne z punktu widzenia ładu korporacyjnego jest także doświadczenie NFI. Efekt restrukturyzacyjny był tu opóźniony i krótkotrwały, natomiast powstałe struktury trwale nieprzejrzyste i nieatrakcyjne dla inwestorów. Gra wokół NFI jest przykładem, jak żyć bez wysiłku z przywileju wysokich stawek za zarządzanie. W rezultacie wykreowano obszar patologicznej pseudoprofesjonalnej rentierskiej kultury biznesu z akcentem na formalizm i obrzędowość kosztem treści ekonomicznej, konkurencji i tworzenia nowych wartości.

Pracownicy mają zagwarantowany udział w radach nadzorczych, ale jednocześnie, jak wskazują badania, nie odgrywają ważnej roli. Rozwiązanie to jest krytykowane także z pozycji teoretycznych. Podkreśla się konflikt interesów oraz ograniczenie tematyczne posiedzeń z udziałem pracowników.

Rola pracowników nie ogranicza się w Polsce do ich udziału w radach nadzorczych. Warto zwrócić uwagę na kilkaset spółek pracowniczych powstałych w procesie prywatyzacji. Wpływ tego rozwiązania na kulturę korporacyjną w Polsce jest prawdopodobnie znacznie większy. Przykłady ewolucji sukcesów i upadków spółek pracowniczych stanowią wdzięczne tło dla wielu dyskusji ideologicznych. Badania Jaroszowej pokazują tu bardzo ciekawy obraz, z którego można wyciągnąć wniosek, że jakkolwiek spółki pracownicze radzą sobie niespodziewanie dobrze, to za pracownikami kryją się zwykle menedżerowie. Podobne wnioski można znaleźć w innych pracach (Bałtowski 2002).

4.3. Prywatyzacja kapitałowa i co dalej

Rynek kapitałowy w krajach transformacji był pochodną prywatyzacji i to zarówno w warunkach czeskiej kuponowi, jak i polskiej prywatyzacji kapitałowej. W Polsce, jak dotychczas, etap prywatyzacji przez giełdę zakończył się w 1999 roku. Potem mechanizm polityczny zaczął blokować prywatyzację, a państwowa giełda nie wykazywała dostatecznej inicjatywy, aby szukać podaży gdzie indziej. Kolejnym etapem rozwoju rynku kapitałowego powinny być oferty prywatnych firm, starających się upublicznić. Etap ten na masową skalę właściwie na dobre jeszcze się nie zaczął. Jednak wiele wskazuje, że szanse wciąż istnieją. Po stronie przygotowania podaży rośnie i krzepnie działalność firm Private Equity i VC. Małe i średnie przedsiębiorstwa zaczynają wchodzić w fazy rozwoju, predystynujące do poszukiwania sposobów finansowania rozwoju na skalę ogólnokrajową. Czeka nas jeszcze konieczność finansowania ekspansji polskich firm za granicą, związana z akcesją. Ryzyko banków i skala przedsięwzięć powinny wskazywać na poważny udział w finansowaniu w tej dziedzinie przez rynek kapitałowy.

Po stronie popytu stale rośnie znaczenie funduszy emerytalnych a ostatnio i inwestycyjnych. Dynamicznie rozwija się Asset Management banków i firm ubezpieczeniowych. Na rynku obecna jest większość wielkich międzynarodowych banków i trudno sobie wyobrazić rozwój lokalnego rynku polskiego na

modłę niemiecką lub łańską. Oba te modele wymagają homogenicznej kultury biznesu, wieloletniego docierania się wzajemnych powiązań w ciszy gabinetów, w dobrym towarzystwie i w otoczeniu stabilnego prawa oraz wysokiej kultury administracyjnej. Te warunki nie występują w Polsce i nawet po akcesji upływie wiele lat, nim zbliżymy się do nich.

4.4. Napływ kapitału zagranicznego

Odrębne zagadnienie stanowi rola inwestorów zagranicznych w kształtowaniu kultury korporacyjnej w Polsce. Poczynając od pierwszych kontaktów na większą skalę przy okazji tworzenia JV, poprzez pierwsze lata inwestycji prywatyzacyjnych i greenfield, można powiedzieć, że wpływ ten był pozytywny. Polskie firmy miały się od kogo uczyć.

Wraz z rozwojem rynku kapitałowego i zbliżającą się akcesją do Unii polskie firmy publiczne zaczęły stanowić coraz bardziej interesujące obiekty dla przejęć i fuzji. Rosnąca konkurencja na rynku fuzji i przejęć spowodowała wręcz erupcje złych praktyk na walnych zgromadzeniach. Było to jednym z bezpośrednich powodów zorganizowania ruchu *Corporate Governance*, a potem opracowania Zasad Dobrych Praktyk 2002.

Ochrona praw akcjonariuszy mniejszościowych to kolejny ważny problem, warunkujący kształt ładu korporacyjnego.

Kluczowe znaczenie dla przyszłości rynku kapitałowego w Polsce będzie miała struktura inwestycji zagranicznych. FDI, jak dotąd, bardzo wyraźnie dominowały nad inwestycjami w formie portfelowej, ale dotychczasowe proporcje mogą ulegać istotnym zmianom. Wielkie znaczenie będzie miała tu z pewnością akcesja do Unii, ale z drugiej strony - także silna pozycja inwestorów amerykańskich i brytyjskich na polskim rynku i perspektywy ich umocnienia się w przyszłości. Bezpośrednim czynnikiem, sprzyjającym inwestycjom portfelowym, powinno być krzepnięcie środowisk świadomych znaczenia wysokich standardów ładu korporacyjnego i praktyczne kroki, podjęte przez GPW w Warszawie w postaci przyjęcia Zasad Dobrych Praktyk 2002, opracowanych przez Komitet Dobrych Praktyk *Corporate Governance Forum*, jako części regulaminu giełdy.

4.5. Koncentracja własności spółek giełdowych

Struktury własności, zbliżone do niemieckiej struktury z wyraźnie wyodrębnionymi blokami akcji, oraz poważna rola banków jako inwestorów pociągają za sobą zupełnie inną logikę regulacji *corporate governance* niż system anglo-amerykański z rozproszoną własnością.

Polska, poprzez logikę postprywatyzacyjnych przemian własnościowych upodabnia się do struktury własności typu niemieckiego. Jednakże wydaje się, że w sprzeczności do tej ewolucji system państwowej regulacji rynku jest bardziej zbliżony do modelu anglo-amerykańskiego. W kolejnej kontradycji do tego modelu rynek kontroli korporacji prawie nie istnieje. Polska musi więc dokonać wyborów, to znaczy opowiedzieć się wyraźniej za jednym z kierunków ewolucji rynku. Anglo-amerykański zewnętrzny model czy niemiecko-japoński, wewnętrzny? Oba oparte są na zasadach gospodarki rynkowej, ale akcentują zupełnie odmienne wartości oraz generują odmienne problemy.

Wydaje się, że od pierwszych dni rozwoju koncepcji rynku kapitałowego w Polsce oczy specjalistów były skierowane za ocean. Wspólnym marzeniem było wykorzystanie prywatyzacji dla ustanowienia rynku i jego rozwoju dla pozyskiwania kapitału inwestycyjnego. Niezależność Komisji Papierów Wartościowych, troska o wysokie standardy instytucjonalne rynku kapitałowego, staranność tworzenia giełdy, walka o niezależne, niepolityczne rady nadzorcze wyznaczały te aspiracje. Pierwsze pięć prywatyzacji metodą publicznej oferty, przygotowane przez brytyjskie banki inwestycyjne i zrealizowane przez pełne konsorcja zgodnie z najwyższymi standardami, pozwoliło zmaterializować się tym marzeniom. Jakkolwiek po polskiej stronie powstał od zaraz poważny potencjał intelektualny i organizacyjny, to nie zdawaliśmy sobie wówczas sprawy, jak trudne do spełnienia są warunki wprowadzenia z powodzeniem modelu anglo-amerykańskiego. Jego użyteczność opiera się na pewnych charakterystykach, które są trudno spełnialne w przypadku młodego rynku kapitałowego w Polsce. Poza niskim poziomem koncentracji własności system rynkowej kontroli związany jest także z płynnym rynkiem, bardzo ograniczoną rolą banków jako akcjonariuszy, niskim poziomem krzyżowania się własności korporacji, wysokim poziomem dostępności informacji o biznesie korporacji, niskim wskaźnikiem długu do własności, stosunkowo niskim poziomem finansowania przez banki, a stosunkowo wysokim poziomem finansowania poprzez obligacje. Funkcjonowanie tego systemu jest oparte na dość wyrafinowanych mechanizmach oraz wymaga sporego zaplecza w postaci informacji i specjalistów. Rozwój tego zaplecza jest możliwy, ale tym bardziej prawdopodobny, im większy będzie rynek, ponieważ mówimy tu o kosztownych procesach pozyskiwania, obróbki informacji oraz wyciągania z nich konkluzji.

4.6. Polskie rozwiązania a model anglo-amerykański – łacińska praktyka czyli model nadwiślański

Wracając do rozważanych wcześniej modeli, skonfrontujmy w poniższej tabeli charakterystykę systemu anglo-amerykańskiego z obrazem polskiej praktyki.

Tabela 2. Polskie rozwiązania a model anglo-amerykański.

Charakterystyka systemu anglo-amerykańskiego	Wymagana dla powodzenia	Obecnie dostępna w Polsce
Koncepcja korporacji	instrumentalna, zorientowana na akcjonariuszy	instytucjonalna o rodowodzie komunitarnym
Forma organu governance	pojedynczy organ	podwójny
Wpływowy akcjonariusz	akcjonariusze	kontrolne bloki akcji, rząd, banki, oligarchie
Banki w roli akcjonariuszy korporacji przemysłowych	niedopuszczalne	możliwe i praktykowane
Ważność giełdy	poważna	średnia, malejąca
Aktywność rynku kontroli korporacji	poważna	znikoma
Koncentracja własności	niska	poważna
Zależność wynagrodzeń od rezultatów	wysoka	niska
Horyzont czasowy	krótki	niejasny

W rezultacie tego porównania mamy chyba obraz bliższy łacińskiej korporacji; od niemieckiej różni nas rola banków i rynku kapitałowego z wbudowanym mechanizmem generowania popytu, ale jednocześnie przybliża dwuszczeblowy system nadzoru korporacyjnego. Mamy więc praktykę, opartą na mechanizmach kontroli wewnętrznej, z kooptycyjną rekrutacją rad nadzorczych i rosnącą rolą dużych akcjonariuszy. Jest to system bardzo niejasny, ale wcale nie musi być mniej skuteczny. Jest zupełnie inny. Jest to kontrola oparta zarówno na dostępnych publicznie informacjach, jak i kularowych szeptach. Nie jest tak przezroczysta, być może uprzywilejowuje interesy właścicieli bloków akcji, niemniej jednak możliwa jest przy słabszej infrastrukturze mniejszego rynku, ponieważ stoi za nią pasja dużych właścicieli, którzy częstokroć, zanim wycofają się poprzez sprzedaż akcji próbują interweniować. O jakości tego systemu stanowi prawdopodobnie podatność kultury korporacyjnej na korupcję. Z korupcją może mieć on charakter pasożytniczy, bez korupcji może przypominać jakąś formę „dobrego gospodarza”, za którą argumentował M. Porter.

Informacja o autorach

Prof. dr hab. Henryk Sterniczuk, profesor zarządzania, New Brunswick University, St John, Kanada.

Dr Krzysztof Lis, prezes Instytutu Rozwoju Biznesu w Serocku, dyrektor Polskiego Instytutu Dyrektorów.

Bibliografia

- Berle, A. i G. Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan Publishing Company.
- Cadbury, A. 1990. *The Company Chairman*, London: Director Books.
- Cadbury, A. 1992. *The Report on the Financial Aspects of Corporate governance*. Gee, London.
- Cooke, T.E. i E. Sawa (1998) *Corporate governance Structure in Japan – Form and Reality*. *Corporate governance. An International Review*. Vol. 6, numer 4.
- Cooter, R. 1995. *Law and Unified Social Theory*. 22 *Journal of Law and Society* 50.
- Dine, J. 2000. *The Governance of Corporate Groups*. Cambridge.
- Franks, J. i C. Mayer. 1997. *Ownership, Control and Performance of German Corporations*, Working paper, London Business School and University of Oxford, 14.10.1996, revised 25.01, 1997.
- Fridman, M. 1970. *The Social responsibility of Business is to Increase Its Profits* *New York Times Magazine* 13 September.
- Hampel, R. 1998. *Committee on Corporate governance Final Report*. Gee, London.
- Hopt, K.J. 1998. *The German Two-Tier Board: Experience, Theories, Reforms*. W: *Comparative Corporate governance, The State of the Art and Emerging Research*. Pod redakcją: K.J. Hopt, H. Kanda, M.J. Roe, E. Wymeersch i S. Prigge. Oxford University Press.

- Korten, D. 1995. *When Corporations Rule the World*. Kumaring Press, Connecticut.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. i R. Vishny. 1998. *Corporate Ownership Around the World*. Working Paper, Harvard University.
- Loredo, E. i E. Suarez. 2000. Privatization and Deregulation: *Corporate governance* Consequences in a Global Economy. W: *Corporate governance. An International Review*. Vol. 8, numer 1.
- Macey, J.R. i G. P. Miller. 1995. *Corporate governance* and Commercial Banking: A Comparative Examination of Germany, Japan, and the United States. 48 *Stanford Law Review* 73, 85, 89. Cytat za: Merritt B. Fox, Required Disclosure and *Corporate governance*, rozdział w: Hopt K.J. i inni (1998: 716) *Comparative Corporate governance*, Oxford University Press.
- Melis, A. 2000. Corporate governance in Italy. W: *Corporate governance. An International Review*. Vol. 8, numer 4.
- Monks, R.A.G. i N. Minow. 2000. *Corporate governance*, Blackwell.
- Ricart, J.E., Alvarez, J.L. i M.A. Gallo. 1999. Governance Mechanisms for Effective Leadership: the Case of Spain, *Corporate governance*. An International Review. Vol.7. numer 3.
- Semler, J. 1998. The practice of the German Aufsichtsrat. W: *Comparative Corporate governance, The State of the Art and Emerging Research*. Pod redakcją: K.J. Hopt, H. Kanda, M.J. Roe, E. Wymeersch i S. Prigge. Oxford University Press.
- Shleifer, A., and R. Vishny. 1986. Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy* 94, 461-48.
- Shleifer, A. i R. Vishny. 1997. A Survey of Corporate governance, *Journal of Finance* 52: 737 – 783.
- Sullivan, D. i D. Conlon. 1997. Crisis and Transition in Corporate governance Paradigms: The Role of the Chancery Court of Delaware. *Law and Society Review* 713.
- Teubner, G. 1988. Enterprise Corporatism: New Industrial Policy and the “Essence of the Legal Person” 36 *American Journal of Comparative Law* 130.
- Turnbull, S. 1997. Corporate governance: Its Scope, Concerns and Theories, *Corporate governance- An International Review*, vol. 5(4), October: 180 – 208
(Chandler, 1977; O’Sullivan 2000).
- Weimer, J. i J. C. Pape. 1999. The Taxonomy of Systems of Corporate governance, w: *Corporate governance. An International Review*. Vol. 7, no. 2.